

铁路物流融合成长，大宗上行景气提升

2018年1月29日

事项：

❖ 公司1月26日收盘价大涨5.7%，公司于1月19日发布业绩预告，预计2017年归母净利润为6.6亿元~7.5亿元，同比增长55%~75%。对此，我们点评如下。

评论：

- ❖ **象道物流运营良好，铁路装卸物流服务收益稳定，成长空间大，协同力强。** 2017年7月公司与北八道物流共同设立象道物流，合资公司注册资本高达15亿元，公司持股40%，北八道物流持股60%。象道物流半年来运行良好，北八道主营铁路集装箱业务，在40多个铁路网点布局，拥有核心节点的铁路场站和专用线提供装卸运输服务。2018年象道物流有望借助北八道铁路资源优势获得2亿以上稳定盈利，同时发挥协同作用，融合公司氧化铝供应链等存量业务实现大宗商品全程供应链服务。就象道物流本身而言，在环保趋严和多式联运降低物流成本的趋势下，铁路将分流公路货运份额实现持续增长，未来也不排除公司增持象道物流股权掌握和扩张核心铁路节点资源的可能，因此预计象道物流在现有稳定盈利的基础上仍具备很大成长空间。从公司整体层面看，构建铁路物流能力，解决高利润货种长距离运输痛点是加强产业链一体化的关键一环，未来公司料将以象道为抓手，在更大范围和更多货种上实现协同，以提升供应链业务溢价能力和利润率。
- ❖ **大宗价格上涨利好公司盈利释放，2018年种植业务具备重启条件。** 2017年公司营收大增71%，位居行业前列，市场份额继续上升。近期大宗商品价格持续上涨，贸易商补库/垫资规模扩大/低价库存兑现/违约损失减少将共同推动公司供应链业务盈利释放。而玉米价格明显回升和地租下降使公司具备重启种植业务条件，通过租用农民土地规模化种植提高亩产控制成本。
- ❖ **估值消化充分，上行弹性积聚。** 我们预计2017年公司业绩同比增长65%以上，但股价却累计下跌25%，对历史高估值做了充分消化，目前股价对应2018年约14倍PE，估值回到合理区间。中长期看大宗供应链行业集中度提升预计将推动公司供应链业务量维持每年20%~30%+增长，利润率触底回升；铁路物流蓄势待发成长可期；农业板块种植和粮食流通稳步推进，三大板块相互协同，公司整体盈利正积极聚向上弹性。
- ❖ **风险因素：**大宗价格大幅下跌，象道物流业务进展低于预期。
- ❖ **盈利预测及估值。** 考虑到公司未来可能放缓业务量扩张步伐从而为提质增效创造条件，同时考虑配股影响，我们调整公司2017~2019年EPS预测为0.61/0.66/0.86元（原预测为0.66/0.92/1.22元），由于公司三大业务板块具备较大向上盈利弹性，按照2018年略高于行业平均估值18倍PE，给予11.9元目标价，维持“买入”评级。

公司盈利预测及估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	59923	119067	203067	257696	321934
增长率 YoY %	23.8	98.7	70.5	26.9	24.9
净利润（百万元）	289	426	718	965	1258
增长率 YoY%	1.9	47.6	68.4	34.4	30.4
每股收益（元）	0.25	0.29	0.61	0.66	0.86
净资产收益率%	4.8	6.4	10.2	10.2	12.2
市盈率PE	36	31	15	14	10
市净率PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2018年1月26日收盘价



买入（维持）

当前价：8.95元

目标价：11.9元

中信证券研究部

吴彦丰

电话：021-20262107

邮件：wuyanfeng@citics.com

执业证书编号：S1010515110005

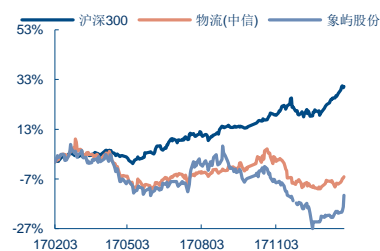
刘正

电话：021-20262119

邮件：zhengliu@citics.com

执业证书编号：S1010511080004

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	4381.3点
总股本/流通股本	1457.7/1444.3 百万股
近12月最高/最低价	11.82元/7.92元
近1月绝对涨幅	14.16%
近6月绝对涨幅	-13.19%
今年以来绝对涨幅	10.64%
12个月日均成交额	68.34百万元

相关研究

1. 象屿股份（600057）2017年三季度报点评—营收业绩快速增长，供应链提质增效逐步体现 (2017-10-27)
2. 象屿股份（600057）2017年中报点评—供应链盈利大增2倍，引入铁路资源产业链日臻完善 (2017-08-28)
3. 象屿股份（600057）2017年中报业绩预增公告点评—一周起舞融入高成长推动中报接近倍增 (2017-07-20)

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	59,923	119,067	203,067	257,696	321,934
营业成本	57,639	115,023	198,569	252,022	314,667
毛利率	3.81%	3.40%	2.21%	2.20%	2.26%
营业税金及附加	53	128	223	283	354
营业费用	987	1,499	2,234	2,835	3,541
营业费用率	1.65%	1.26%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费用	287	348	406	464	515
管理费用率	0.48%	0.29%	0.20%	0.18%	0.16%
财务费用	770	638	765	1,107	1,293
财务费用率	1.28%	0.54%	0.38%	0.43%	0.40%
投资收益	567	-129	-103	135	180
营业利润	513	504	1,281	1,716	2,222
营业利润率	0.86%	0.42%	0.63%	0.67%	0.69%
营业外收入	79	321	60	60	60
营业外支出	7	18	9	11	13
利润总额	586	806	1,332	1,765	2,269
所得税	123	133	306	406	522
所得税率	21.04%	16.52%	23.00%	23.00%	23.00%
少数股东损益	174	247	308	394	489
归属于母公司股东的净利润	289	426	718	965	1,258
净利率	0.48%	0.36%	0.35%	0.37%	0.39%
每股收益(元)(摊薄)	0.25	0.36	0.61	0.66	0.86

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	289	426	718	965	1,258
少数股东损益	174	247	308	394	489
折旧和摊销	127	260	329	361	375
营运资金变动	2,045	-71	-8,614	-4,372	-4,962
其他	494	1,709	353	376	634
经营现金流	3,129	2,572	-6,906	-2,276	-2,205
资本支出	-3,020	-1,678	-900	-800	-700
投资收益	674	241	-103	135	180
资产变卖	1,260	542	-10	-10	-10
其他	-1,242	-3,024	643	652	704
投资现金流	-2,328	-3,919	-370	-23	174
发行股票	0	0	0	1,751	0
负债变化	25,977	30,936	9,166	2,764	4,665
股息支出	-728	-646	-308	-289	-377
其他	-24,652	-28,733	-765	-1,107	-1,293
融资现金流	596	1,557	8,093	3,118	2,995
现金净增加额	1,398	210	818	819	964

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,171	2,228	3,046	3,865	4,829
存货	5,652	10,012	19,658	24,875	30,837
应收账款	2,407	2,812	4,671	5,927	7,404
其他流动资产	8,310	8,329	12,606	15,113	17,890
流动资产	18,540	23,381	39,981	49,780	60,961
固定资产	3,400	4,882	5,453	5,892	6,217
长期股权投资	837	1,185	1,255	1,328	1,404
无形资产	957	1,046	1,046	1,046	1,046
其他长期资产	2,364	3,415	3,445	3,475	3,505
非流动资产	7,558	10,528	11,199	11,741	12,173
资产总计	26,098	33,910	51,181	61,522	73,134
短期借款	8,479	7,119	16,180	18,840	23,402
应付账款	2,930	3,693	6,553	8,317	10,384
其他流动负债	5,204	10,676	15,202	18,195	21,705
流动负债	16,613	21,487	37,935	45,352	55,491
长期负债	165	720	820	920	1,020
其他长期负债	327	702	707	711	714
非流动性负债	492	1,422	1,527	1,631	1,734
负债合计	17,105	22,909	39,462	46,983	57,225
股本	1,171	1,171	1,171	1,458	1,458
资本公积	3,507	3,676	3,676	5,140	5,140
股东权益合计	6,059	6,636	7,047	9,473	10,354
少数股东权益	2,956	4,311	4,618	5,012	5,502
负债股东权益总计	26,098	33,910	51,181	61,522	73,134

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率（%）					
营业收入	23.8	98.7	70.5	26.9	24.9
营业利润	22.2	-1.7	154.2	33.9	29.5
净利润	1.9	47.6	68.4	34.4	30.4
利润率（%）					
毛利率	3.8	3.4	2.2	2.2	2.3
EBIT Margin	1.6	1.7	0.8	0.8	0.9
EBITDA Margin	1.8	2.0	1.0	1.0	1.0
净利率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
回报率（%）					
净资产收益率	4.8	6.4	10.2	10.2	12.2
总资产收益率	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7
其他（%）					
资产负债率	65.5	67.6	77.1	76.4	78.2
所得税率	21.0	16.5	23.0	23.0	23.0
股利支付率	58.2	27.5	30.0	30.0	30.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。